

2025 年 04 月 30 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 04 月 30 日
收盘价（港元）	4.15
一年内最高/最低（港元）	4.40/2.97
总市值（百万港元）	17,453.63
流通市值（百万港元）	7,631.87
资产负债率（%）	66.77

资料来源：聚源数据

新天绿色能源 (00956. HK)

——电价及电量亮眼 期待风资源持续恢复

投资要点：

- **事件：1)发布一季报，公司 2025Q1 实现营收 69.11 亿元，同比下滑 9.96 亿元或 12.60%；实现归母净利润 9.54 亿元，同比增长 1.22 亿元或 14.71%。2) 发布一季度经营数据，2025Q1 上网电量 44.43 亿千瓦时，同比增加 4.21 亿千瓦时或 10.45%，其中风电上网电量 43.65 亿千瓦时（同比增加 9.55%），光伏上网电量 0.78 亿千瓦时（同比增加 105.58%）；平均上网电价 0.43 元/千瓦时（不含税）、与去年持平；市场化交易电量占比 44.71%，同比增加 9.04pct；输气量及售气量分别 1.63 亿立方米和 16.84 亿立方米，同比分别下降 33.13%和 15.23%，售气量下滑 3.025 亿立方米，其中批发/零售/CNG/LNG 气量同比分别-7.42%/-17.67%/-33.57%/-30.71%。**
- **上网电量上升或主因风资源改善带动利用小时数提升所致；平均电价同比持平，存量风电资产年内电价风险敞口相对可控；2025 年风电业绩或主要受风资源驱动，期待风资源继续恢复。**1) 公司 2023 年底、2024 年底风电控股装机分别为 6293.75MW 和 6587.35MW，以此近似作为 2024/2025 一季度风电装机量，在风电装机同比增长 4.66%的情况下、公司一季度风电上网电量增长 9.55%，我们认为主因风资源改善带动利用小时数提升所致。2) 我们认为，对于风电运营商而言，其通过扩大装机规模实现价值量提升的前提是——存量资产价值要相对稳定；而存量风电资产价值又主要受电价、电量等影响。在市场化交易电量比例提升 9.04pct 的情况下，公司平均上网电价同比持平，考虑到公司风电装机所在主要区域河北的电力市场交易机制，我们认为年内河北风电电价已由年度长协交易锚定，虽存在浮动可能、但浮动比例或相对可控；由此，年内风电业绩或主要受风资源驱动，在 2024 年风资源为近五年最差情况下，期待 2025 年风资源继续恢复。
- **营收下滑主因输售气量下滑所致。参考 2024Q4，2025Q1 输售气量下滑或主要受气温偏暖影响。**以 2024 年天然气销售收入/售气量近似测算公司 2024 年平均售气价格约 2.91 元/立方米，因此售气量下滑约 3.0 亿立方米对应影响约 8.8 亿元营收规模，是收入下滑主要原因。此外，参考公司 2024 年度演示材料所述，我们判断 2025Q1 气量下滑或仍延续 2024Q4 原因，即暖冬导致下游气量需求不振。
- **此外，财务费用下降、其他收益增长、投资收益小幅提升对一季度业绩亦有贡献。**公司一季度财务费用下降约 0.43 亿元。其他收益同比增加约 0.72 亿元，主要来自政府储备气补贴约 0.69 亿元及增值税返还增加；投资收益同比增加 0.26 亿元，或因参股风电企业风资源好转及业绩增长所致。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 27.2/28.0/30.8 亿元，同比增速分别为 62.6%/3.0%/9.8%，当前股价对应的 PE 分别为 5.8/5.6/5.1 倍。鉴于公司 2024 年业绩已消化部分项目减值，2025 轻装上阵且风资源若能有所改善，公司业绩具有弹性。假设公司分红率维持 50%，汇率取 1 人民币=1.1 港元，则当前股价对应 2025–2027 股息率分别为 8.61%/8.87%/9.74%，配置价值凸显。维持“买入”评级。
- **风险提示：电价下滑风险，风资源恢复不及预期，天然气销售量不及预期**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,282	21,372	24,426	27,053	30,143
同比增长率（%）	9.3%	5.4%	14.3%	10.8%	11.4%
归母净利润（百万元）	2,207	1,672	2,720	2,801	3,077
同比增长率（%）	-3.8%	-24.2%	62.6%	3.0%	9.8%
每股收益（元/股）	0.52	0.40	0.65	0.67	0.73
ROE（%）	10.1%	7.7%	11.8%	11.5%	11.8%
市盈率（P/E）			5.8	5.6	5.1

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20281.79	21372.12	24426.21	27052.70	30142.85
营业成本	15206.40	17167.81	19460.34	21578.23	24223.30
税金及附加	82.42	89.46	102.24	113.24	126.17
销售费用	3.87	6.04	6.88	7.61	8.67
管理费用	709.65	706.36	741.67	778.76	817.69
研发费用	371.59	376.61	376.61	376.61	376.61
财务费用	1066.35	1217.54	1198.50	1305.65	1369.99
资产减值损失	-115.70	-307.77	-122.13	-135.26	-150.71
信用减值损失	-15.81	-20.44	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	365.63	148.14	624.48	356.48	363.48
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-3.34	0.62	0.00	0.00	0.00
其他收益	289.83	710.40	600.00	660.00	726.00
营业利润	3362.11	2339.26	3642.32	3773.83	4159.19
营业外收入	13.24	17.26	17.26	17.26	17.26
营业外支出	6.99	9.82	9.82	9.82	9.82
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3368.36	2346.69	3649.76	3781.27	4166.63
所得税	634.08	446.33	694.17	719.18	792.48
净利润	2734.28	1900.36	2955.59	3062.08	3374.15
少数股东损益	526.81	227.99	235.76	260.69	296.96
归属母公司股东净利润	2207.47	1672.37	2719.83	2801.40	3077.19
EPS(元)	0.52	0.40	0.65	0.67	0.73

数据来源：同花顺 iFinD，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。